

日期：2009年9月11日

行业：电力设备行业



牛品

021-53519888-1911



niupin@sigchina.com

基本数据 (Y09H1)

报告日股价 (元)	44.88
12mth A 股价格区间 (元)	16.60/49.69
总股本 (百万股)	882.00
无限售 A 股/总股本	53.88%
流通市值 (百万元)	21327.95
每股净资产 (元)	3.30
PBR (X)	13.60
DPS (Y09 中期, 元)	无

主要股东 (Y09H1)

东方电气集团有限公司	50.12%
香港中央结算(代理人) 有限公	19.17%
南方绩优成长股票型证券投资	1.35%
同德证券投资基金	1.22%

收入结构 (Y09H1)

水电主机设备	63.40%
风电主机设备	21.48%
火电主机设备	8.44%
其他	4.39%
环保	0.91%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：NP09-CI06

风电核电两朵奇葩

■ 报告目的：

我们近期参加了公司组织机构投资者见面会,管理层介绍了公司现有业务发展情况。

■ 主要观点：

核电、风电订单快速增长

09 年上半年公司新增订单 340 亿元,其中核电 30%、风电 31%。目前核电市场占有率达到 50%,风电设备销量全国排名第三。09 年公司拥有自主知识产权的风电机组将推向市场,公司可加快海外市场销售。2011 年-2013 年为核电交货高峰期,预计每年将贡献超百亿收入。

传统行业平稳,介入 IGCC 市场

火电设备新增订单情况好于同类公司,2009 年排产量由年初的 1900 万千瓦提高到 2400 万千瓦;因百万千瓦机组关键零部件实现国产化,毛利率有所提高;公司与壳牌签订协议,介入 IGCC 市场。水电设备平稳发展,公司已具备 30 万千瓦抽水蓄能机组的设计制造能力。

海外市场开拓卓有成效

除传统的东南亚、南美等地区外,公司亦打开了中东市场。目前,公司海外订单占比达到 10%。

资产整合完善零部件产业链

部分核电、风电配套零部件公司不在上市公司之内,如轮毂厂等,公司通过增资扩股等方式将零部件公司纳入上市公司。

■ 投资建议：

公司市盈率低于行业平均水平相当,维持公司“跑赢大市”评级。

■ 风险因素

国家放缓火电行业新增项目的审批,公司火电设备订单可能被延后。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	24,886.78	27,948.05	30,085.60	35,762.63
年增长率 (%)	7.84	12.30	7.65	18.87
归属于母公司的净利润	1,989.86	176.00	1,696.00	2,232.37
年增长率 (%)	-3.90	-91.16	863.64	31.63
每股收益 (元)	2.26	0.20	1.92	2.53
PER (X)	19.34	218.50	22.76	17.27

注：有关指标按最新总股本为 882.00 百万股计算

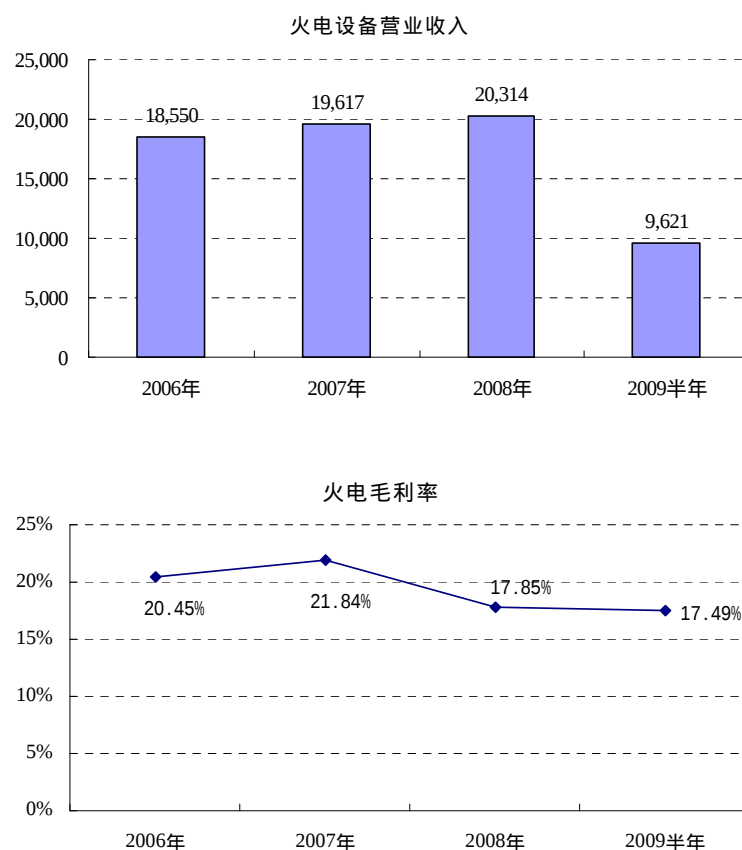
一、公司现有业务情况

1、火电设备排产量增加

2009 年上半年，公司火电设备新增订单 105 亿元，占新增订单的 31%；火电设备订单在手订单 663 亿元，占订单量的 51%。火电设备新增订单情况好于同类公司，2009 年排产量由年初的 1900 万千瓦瓦提高到 2400 万千瓦瓦。

火电业务毛利率比去年同期上涨 0.76 个百分点，主要原因是百万千瓦级火电机组关键零部件逐渐实现国产化。

图 1 2009 年中期公司火电业务情况



数据来源：公司报告 上海证券研究所

与壳牌合作介入 IGCC 业务

公司较早介入 IGCC 业务，公司早已具备燃汽轮机制造技术。9 月 9 日公司与壳牌签订合作协议，壳牌授权包括公司在内的三家中国企业制造其煤气化技术关键设备——壳牌气化炉和合成气冷却器内件，以提高设备的国产化水平。

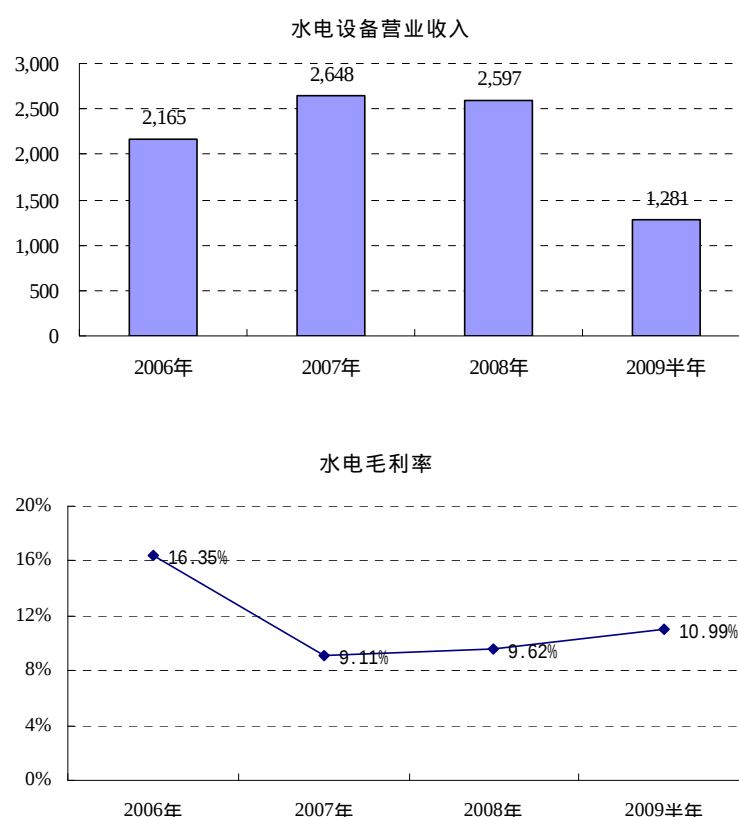
国家能源局预测，2020 年我国装机容量将达到 16 亿千瓦，我们预计火电装机容量可达到 11 亿千瓦，年均新增 4500 万千瓦，预计公司火电设备生产量可保持在 1500 万千瓦/年。

IGCC 方面，我们认为其技术尚需改进、成本过高，短期内难以取代传统火电设备。

2、水电业务平稳发展

2009 年上半年，公司水电设备新增订单 27 亿元，占新增订单的 8%；水电设备订单在手订单 130 亿元，占订单量的 10%。

图 2 2009 年中期公司水电业务情况



数据来源：公司报告 上海证券研究所

抽水蓄能机组技术具有优势

抽水蓄能机组具有调峰、填谷双重作用，核电厂建设一般要配备一定的抽水蓄能机组。目前，40 万千瓦以上抽水蓄能机组还不能完全国产化，但公司已经具备 30 万千瓦抽水蓄能机组的设计制造能力。

到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中大中型水电 2.25 亿千瓦，小水电 7500 万千瓦，年均新增水电装机 1400 万千瓦，我们预计公司水电业务生产量可达 500 万千瓦/年。

表 1 我国水电在建设规划

	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年	2020 年
常规水电总装机容量	7382	11430	19400	27100	32800
其中：新增容量		4048	7970	7700	5700
增长速度		58.54%	69.73%	39.69%	21.03%
大中型水电总装机容量	4532	7636	14400	20850	25300
其中：新增容量		3104	6764	6450	4450
增长速度		68.49%	88.58%	44.79%	21.34%
小型水电总装机容量	2850	3794	5000	6250	7500
其中：新增容量		944	1206	1250	1250
增长速度		33.12%	31.79%	25.00%	20.00%

资料来源：中国水电工程顾问集团公司 上海证券研究所

表 2 抽水蓄能机组快速发展

电网	2005 年	新增			累计		
	底已建	十一五	十二五	十三五	2010 年	2015 年	2020 年
国家电网	402.1	1027.5	1337.5	1225.0	1429.6	2767.1	3992.1
					255.5%	93.5%	44.3%
南方电网	180	180	240	410	360	600	1010
					100.0%	66.7%	68.3%
全国合计	582.1	1207.5	1577.5	1635	1789.6	3367.1	5002.1
					207.4%	88.2%	48.6%

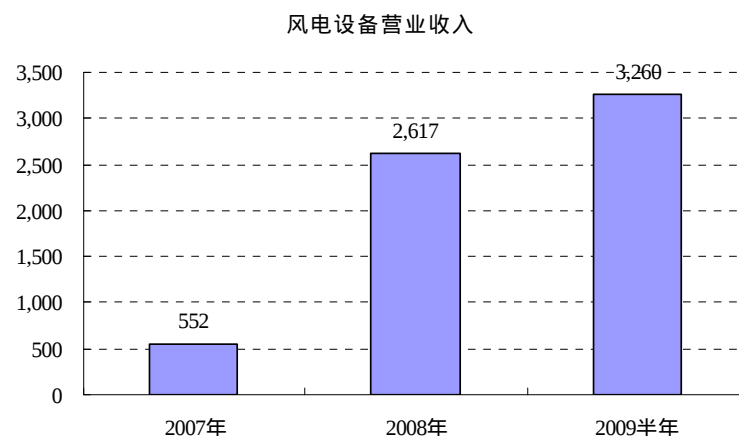
资料来源：中国水电工程顾问集团公司 上海证券研究所

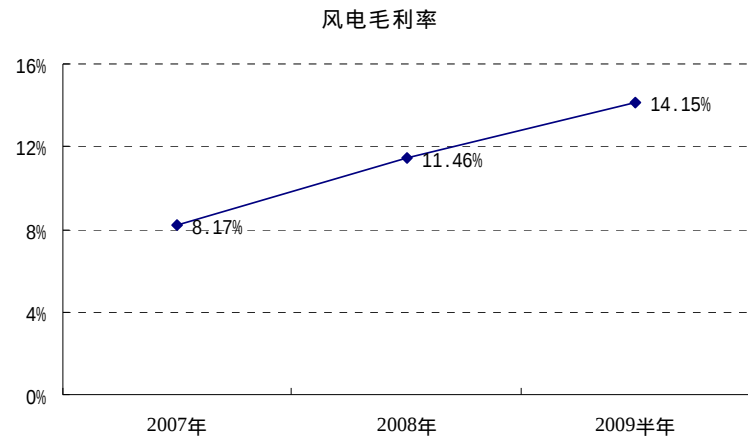
3、风电业务增长快速

2009 年上半年，公司风电设备新增订单 105 亿元，占新增订单的 31%；风电设备订单在手订单 156 亿元，占订单量的 12%。

风电产品毛利率同比下降 0.45 个百分点，主要原因是特许权招标中为占领市场份额，公司降低了产品报价。

图 3 2009 年中期公司风电业务情况





数据来源：公司报告 上海证券研究所

完善产业链加强风电设备竞争能力

按销量情况计算，2008 年公司销量处于国内第 3 位、世界第 11 位。

加大推广自主知识产权。2009 年具有自主知识产权的 1.0MW 双馈机组、2.5 MW 双馈机组、1.5MW 直驱机组都将投入市场。引进国外技术的 1.5MW 双馈机组进行海外营销时要征得技术方同意，而自有知识产权产品不受限于他人，公司将加大海外营销力度。

增加产能。公司在天津设立的双馈式风电总装厂 10 月即可形成生产能力，在杭州设立直驱式风电总装厂将于明年投入使用，两个风电厂共有 300 台风机的规划产量。

完善上下游产业链。目前，除齿轮箱和主轴外，其他风电零部件公司都具有生产能力。但部分风电零部件企业在上市公司之外，如轮毂厂等，公司正在通过增资扩股方式逐步将零部件企业纳入上市公司。

4、核电业务市场占有率较高

2009 年上半年，公司核电设备新增订单 102 亿元，占新增订单的 30%；核电设备订单在手订单 351 亿元，占订单量的 27%。

从国内已签订合同看，公司市场份额达到 50%左右，其中，常规岛市场份额达到 60%-70%。从订单较交货周期看，核电业务明年可贡献几十亿收入，2011 年-2013 年为交货高峰期，预计每年将有超百亿收入。

目前，核电设备产能为 5 台核岛、8 台常规岛。目前核电的主要技术有二代加、AP1000、EPR 等，在常规岛方面这三种技术并无区别，核岛方面三种技术公司都具有生产能力。

从国内核电设备制造企业看，目前公司的产能最大。南沙基地建

成后，公司将增加控制棒驱动系统、堆内构件的生产能力。

根据相关报道，2020 年核电投产规模达到 7200 万千瓦，在建规模 2800 万千瓦，预计将新增 90 套百万千瓦核电机组，新增市场需求 1800 亿元。我们预计公司可获得其中三分之一的市场份额，核电设备市场将增加收入 600 亿左右。

二、募集资金项目投产情况

1、海外市场开拓有力

为应对国内市场需求下降的风险，公司不断开拓海外市场。截至 2009 年上半年末，海外市场订单达到 130 亿元左右，占到公司订单总量的 10%。

从地区上看，公司产品除了出口到南美、东南亚等地区之外，今年顺利进入中东市场。由于中东市场以前主要由美国公司垄断，中东市场的开拓对于公司具有重要意义。

2、年底新基地即可投入使用

公司拟募集资金进行新生产基地建设。项目完成后，东方汽轮机将恢复总体生产能力约 2000 万千瓦，其中大型燃气轮机 2~3 台，1000MW 级核电和超超临界汽轮机 8~10 台，300MW~660MW 级亚临界、超临界、超超临界火电汽轮机 19~24 台，舰（船）用汽轮机及辅机和工业透平 150 台。原计划新基地将在 2010 年 5 月前完成，根据现有进度，预计年底生产设备就可以进入使用状态。

三、投资建议

1、公司业绩、估值及投资策略

我们预计 2009 年、2010 年公司可以实现营业收入 300.86 亿元、357.63 亿元，同比增长 7.65%、18.87%；实现归属母公司所有者净利润 16.96 亿元、22.32 亿元，同比增长 863.64%、31.63%；实现每股收益 1.92 元、2.53 元。公司 09 年、10 年动态市盈率为 23.38 倍、17.14 倍。

相对估值而言，东方电气估值远低于行业平均水平相当。我们维持公司评级为：6 个月内，跑赢大市。

2、风险因素

国家放缓对于火电行业新增项目的审批，公司火电设备订单可能被延后。

附表 1 东方电气损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	24,886.78	27,948.05	30,085.60	35,762.63
营业成本	20,088.67	23,389.92	25,190.38	29,690.76
营业税金及附加	58.25	58.64	30.09	35.76
营业费用	385.25	464.40	631.80	679.49
管理费用	1,659.13	1,683.63	1,564.45	1,931.18
财务费用	-45.34	182.50	150.43	178.81
资产减值损失	293.11	617.89	451.28	536.44
营业外收入	88.74	517.76	59.34	65.27
营业外支出	23.38	1,986.21	124.09	136.50
利润总额	2,489.91	73.27	2,017.49	2,655.53
所得税费用	313.54	-137.35	302.62	398.33
净利润	2,176.37	210.62	1,714.86	2,257.20
归属于母公司所有者的净利润	1,989.86	176.00	1,696.00	2,232.37
少数股东权益	186.52	34.62	18.86	24.83
每股收益（元）	2.26	0.20	1.92	2.53

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 882.00 百万股计

附表 2 东方电气相对估值比较（2009-09-10）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
东方电气	600875SH	44.88	0.48	1.92	2.53	93.50	23.38	17.74	15.57
上海电气	601727SH	9.28	0.21	0.23	0.24	44.19	40.35	38.67	5.68
荣信股份	002123SZ	32.50	0.58	0.88	1.23	56.03	36.93	26.42	6.32
智光电气	002169SZ	13.62	0.17	0.24	0.32	80.12	56.75	42.56	7.21
思源电气	002028SZ	21.51	0.79	0.88	1.12	27.23	24.44	19.21	3.80
国电南自	600268SH	15.87	0.43	0.55	0.62	36.91	28.85	25.60	3.57
国电南瑞	600406SH	36.02	0.49	0.82	1.10	73.51	43.93	32.75	8.92
许继电气	000400SZ	22.76	0.07	0.42	0.61	325.14	54.19	37.31	3.93
浙富股份	002266SZ	24.31	0.84	1.12	1.46	28.94	21.71	16.65	4.10
平高电气	600312.SH	18.06	0.34	0.38	0.70	53.12	47.53	25.80	7.32
特变电工	600089SH	20.11	0.53	0.86	1.21	37.94	23.38	16.62	6.02
置信电气	600517SH	17.77	0.34	0.51	0.67	52.26	34.84	26.52	10.37
科陆电子	002121SZ	14.35	0.23	0.47	0.85	93.50	23.38	17.74	7.91
行业平均水平						74.71	35.91	26.36	6.98

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。